

学校编码: 10384
学 号: 9815106

分类号_____密级_____
UDC_____

学 位 论 文

经营者股票期权在中国企业的应用研究

胡 朝 阳

指导教师姓名: 沈 艺 峰 教 授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称 : 工商管理 (MBA)

论文提交日期: 2001年5月

论文答辩日期: 2001年6月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2001年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

2001 年 5 月

论 文 摘 要

经营者股票期权是一种旨在解决现代企业代理问题的长期激励计划。本文拟通过对经营者股票期权的理论基础和国外实践的介绍,以及对国有企业引入经营者股票期权机制的意义和现实障碍问题的分析,提出解决对策,为国内在这方面的试点工作提供参考。全文共分为三部分:

第一章 经营者股票期权的理论基础。现代企业所有者和经营者之间是一种委托代理关系,两者目标不一致、信息不对称及不确定性的存在,引发出代理问题。为此,有必要建立一种新型的激励机制,通过剩余分享、收益和风险共担,实现委托人和代理人的激励相容。

第二章 经营者股票期权的基本概念和国外实践。经营者股票期权是指授予经营者在约定的期限内享有以某一预先确定的价格购买一定数量本企业股票的权利。由于将经营者收益和企业市场价值联系起来,经营者股票期权具有降低代理成本、抑制短期行为、低成本吸引并激励和稳定人才的激励功能。经营者股票期权起源于美国,对美国经济发展起到了重要作用。

第三章 我国实行经营者股票期权的问题和对策。国有企业缺乏有效的激励机制,使内部人控制问题得以蔓延,引入经营者股票期权有重要的现实意义。在实行过程中,首先必须克服法律问题,其次在实施范围和期权方案的设计上要克服变相福利和激励弱化的问题。最后,经营者股票期权激励效果的发挥,还有赖于经营绩效评估体系和公平竞争环境的建立。

关键词: 股票期权; 委托代理; 激励机制

Key Word: Stock Option; Principal—Agent; Incentive Scheme

目 录

前 言	1
第一章 经营者股票期权的理论基础	2
一 所有权和经营权的分离	2
二 委托代理理论概述	3
三 代理问题和代理成本	4
四 最优激励机制	7
第二章 经营者股票期权的基本概念和国外实践	10
第一节 经营者股票期权的定义和激励功能	10
一 经营者股票期权的定义	10
二 经营者股票期权的激励功能	12
第二节 美国的经营经营者股票期权制度	14
一 经营者股票期权在美国的发展	14
二 美国经营者股票期权介绍	15
第三章 我国实行经营者股票期权的问题和对策	21
第一节 我国实行经营者股票期权的迫切性	21
一 国有企业代理问题的集中表现——内部人控制问题	21
二 国有企业激励机制的现状	23
第二节 经营者股票期权在中国的尝试	27
一 实行国有企业经营者股票期权的政策条件	27
二 国有企业经营者股票期权的试点案例	28
三 评价	32
第三节 我国经营者股票期权的问题和对策	33
一 法律问题	33
二 经营者股票期权的实施范围问题	36
三 经营者股票期权方案设计问题	38
四 经营绩效评估体系问题	42
五 经营者市场化和职业化问题	44
六 公平竞争问题	46
主要参考文献	47
后 记	50

前 言

国有企业目前的改革已越来越触及深层次问题，特别是分配制度问题。在计划经济体制下，国有企业实行单一的按劳分配，造成严重的平均主义“大锅饭”，挫伤了经营者和劳动者的积极性、主动性和创造性，降低了经济效率。之后，分配制度改革从“以按劳分配为主体，其他分配方式为补充”，到“把按劳分配和按生产要素分配结合起来”，“鼓励资本、技术等生产要素参与分配”，政策上不断突破；各企业相继实行了工效挂钩制、承包制、重奖制和年薪制等一系列方案。但由于政策环境、经济环境、社会文化和企业内部条件等诸多因素的影响，国有企业经营者激励机制问题始终没有得到有效解决，激励机制低效成为企业持续发展的“瓶颈”。

经营者股票期权正是在这种背景下被介绍到中国，并逐步得到推广。如北京、上海、武汉、深圳等城市分别制定了国有企业经营者股票期权的具体实施办法，并选择企业试点。2000年10月，财政部批准上市公司“中国联通”和中关村的“联想”等8家企业作为全国首批股票期权试点单位。经营者股票期权一时间成了企业界和理论界的热门话题。

然而，经营者股票期权只是激励的其中一种方式，有其特定的实施条件；中国的政策环境、市场环境与西方发达国家相比又有很大差异，照搬照抄西方国家的股票期权制度，不但不能改善国有企业激励机制现状，反而可能带来负面影响。本文试图通过对国外经营者股票期权的介绍，通过对中国国有企业面临的特殊问题的反思，提出一些关于建立符合中国国情的经营者股票期权的建议。本人相信，经营者股票期权尽管不能解决国有企业的一切问题，但若适用得当，势必为国有企业改革提供一次新机遇。

第一章 经营者股票期权的理论基础

经营者股票期权建立在委托代理理论基础之上。该理论认为，现代企业以所有权和经营权的彼此分离为特征，所有者委托经营者从事经营与管理决策，二者之间形成委托代理关系。但在两者目标不一致、信息不对称的情况下，引发出代

理人的道德风险和代理问题。为此，有必要设计一种激励机制，通过剩余索取权的分享，诱导代理人努力工作，实现委托人和代理人的激励相容，并将代理人利益和企业长期发展联系起来，克服代理人的短期行为。经营者股票期权正是应这一需要而产生。

一、所有权和经营权的分离

所有权和经营权的分离是现代企业的主要特征，也是委托代理理论（the principal—agent theory）发展的重要前提。

在企业形成的初级阶段，由于规模狭小、股本集中，企业财产关系的典型特征是产权主体单一，所有权和经营权呈粘着状态，老板是唯一的产权主题，集所有权和经营权于一身。此时的企业理论假定，市场竞争是充分的，信息是完全的，不存在股东与经营者之间的个人利益冲突，实现利润最大化是企业唯一的生产经营目标，股东的利益取向具有至高无上性、排它性。

随着生产力的提高，企业规模不断扩大，股本日趋分散，社会分工日益细密，生产经营业务越来越复杂，集两权于一身的企业所有权模式已经不合时宜，这时，创业股东大多把经营权有条件地交给职业企业家，所有权和经营权日渐分离。之后，企业进一步发展，企业所处环境发生了明显变化：生产规模越发扩大及生产经营越发专业化、复杂化，对生产过程的组织、计划、指挥和协调等提出了更高要求；国内外的市场竞争加剧，企业要在竞争中获胜，必须不断扩大市场占有空间；资本竞争很大程度上已被技术竞争所取代，而技术竞争的显著特点是不确定性、风险高。凡此种种都对经营者提出了更高的要求，即管理者必须具备更高的经营管理效率。于是，20世纪60年代，日美等发达国家展开了一场“经理革命”，这场革命的结果，是使经营管理作为一个专门的职业，已经由长期从事经营管理活动并已经积累了丰富经验的企业家所把持，促成了所有权和经营权的高度分离。

所有权和经营权的分离，一方面充分发挥了经营者在信息占有和管理方面的比较优势，调动了经营者的积极性，使企业成为能对市场信息作出敏感反应的、自主经营、自负盈亏的独立实体，另一方面又由于经营者掌握了控制权和不对称信息，经营者和所有者之间的利益背离，增大了经营者损害所有者利益的危险。伯利·阿道夫（Berle Adolf Augustus）和加迪纳·米恩斯（Gardiner C·Means），在1932年合著的《现代公司和私有财产》一书中就曾指出，管理者权力的增大有损害所有者利益的危险，所有权和经营权的分离可能会使管理者对公司进行掠夺。

二、委托代理理论概述

为解决所有权和经营权分离下的所有者和经营者激励相容问题，西方国家于 20 世纪 70 年代中后期产生了一种新的理论，即委托代理理论。

委托代理理论认为，所有者委托经营者从事经营与管理决策，二者之间形成委托代理关系，所有者是委托人（principal），而经营者是代理人（agent）。在委托代理理论中，委托人是指对他方的行为承担一定的风险因而获得监督他方的权力的一方，是风险的承担者（risk taker）；而代理人则是指不一定非为自己行为负责的一方，他是风险的规避者甚至是风险的制造者（risk maker），在一种委托代理关系中，风险承担者不一定是风险制造者。该理论的代表人物主要有阿尔钦和德姆塞兹（Alchian, Demsetz, 1972），詹森和麦克林（Jensen, Meckling, 1976）。

阿尔钦和德姆塞兹最先将研究重点转移到企业内部结构问题。他们认为，企业实质上是一种“团队生产”。最终产品是一种共同努力的结果，而每个成员的个人贡献不可能精确地进行分解和观测，也不可能按照每个人的真实贡献去支付报酬。这就导致出一个偷懒问题（shirking problem）：团队成员缺乏努力工作的积极性。为减少这种行为，必须让部分成员能够占有剩余，并享有控制权，成为监督者。

詹森和麦克林继承和发展了阿尔钦和德姆塞兹理论，认为“代理成本”是企业所有权结构的决定因素。代理成本来源于这样一个事实，即管理人员不是企业的完全所有者，一方面，当管理者对工作尽了努力，他可能承担全部成本而仅获取小部分利润；另一方面，当他消费额外收益时，他得到全部好处却只承担小部分成本。结果，他的工作积极性不高，却热衷于追求额外消费。让管理者成为完全的剩余权益拥有者，可消除或起码减少代理成本。

和传统理论相比，委托代理理论首先放弃了经营者无私的假设，认为他们具有与所有者利益不一致的自身利益，且只在有利于自己的时候才会顾及所有者利益。其次，它放弃了完全信息的假定，认为所有者和经营者的信息是不对称的，经营者可以利用私人信息的优势采取机会主义行为谋求个人的利益。由于经营者有动机也有可能追求自身效用的最大化而采取有悖于委托人利益的行为，导致委托人的风险成本增加，或者造成委托人权益的损失，这就是代理问题。

为此，有必要设计一种激励机制，赋予经营者足够的激励，使代理人成为企业剩余的分享者，把企业经营成果在所有者与经营者之间进行最优分配，并由双方共同承担经营风险，从而诱使追求自身利益的经营者作出符合所有者目标的行为选择，使代理人在追求企业剩余的过程中，自身效用也随之增进，实现经营者

自身效用最大化的目标与所有者效用最大化的目标相一致，即实现二者间的激励相容。

三、代理问题和代理成本

1、代理问题的分类

代理问题是委托代理关系中的基本问题。从信息非对称性的角度，代理问题可以被分为两类：

一类是代理人的道德风险（moral hazard），即从事经济活动的代理人在最大限度地增进自身效用时作出不利于委托人的行为。它主要表现为两种行为：（1）偷懒（shirking），既经营者人所付出的（正）努力小于其获得的报酬；（2）机会主义（opportunism），即经营者付出的努力是为了增加自己而不是所有者的利益，也就是说其努力是负方向的。之所以出现道德风险，是因为所有者无法象经营者本人一样了解经营者所采取的行动，并且没有使经营者无可辩驳的证据，（经营者行动不可观察、不可证实，或者即使可以，成本也高到不可接受），这就是信息不对称，道德风险是缔约后的信息不对称问题。

另一类是代理人逆向选择（adverse selection），即在建立委托代理关系之前，代理人就事先掌握了一些委托人不知道的私人信息，代理人可以利用这一信息优势签订对自己有利的契约。或者说，由于委托人无法识别潜在的代理人的条件禀赋，越是劣质的潜在代理人越容易成为现实的代理人，最终导致“劣质品驱逐优质品”的“劣质品充斥的市场”的产生¹。

上述的道德风险和逆向选择程度不同地存在于各种代理关系中，它们是为了获得委托人和代理人的分工而产生的代理收益所必须付出的成本。按照詹森和麦克林的说法，代理成本应当由三部分组成：（1）委托人的监督成本，即委托人激励和监控代理人，以图使后者为前者利益尽力的成本；（2）代理人的担保成本，即代理人用以保证不采取损害委托人行为的成本，以及如果采取了那种活动，将给予赔偿的成本；（3）剩余损失，它是委托人因代理人代行决策而产生的一种价值损失，等于代理人决策和委托人在假定具有代理人相同信息和才能情况下自行效用最大化决策之间的差异。若用简单的公式来表达，可以理解为：代理成本=代

理人的选聘费用+代理人的报酬+监督成本+代理人的职务消费+经营损失。

¹ 翟林瑜：“从代理理论看国有企业改革的方向”，《经济研究》，1995年第2期，第24页。

2、代理问题产生的主要原因

第一，代理人是具有独立利益和行为目标的“经济人”，他的行为目标与委托人的利益目标不可能完全一致。

在现代企业中，对于作为委托人的所有者来说，企业利润最终以投资收益的形式为其占有，所有者追求的是投资行为的效用最大化，或简单说是企业利润最大化。而代理人只是资产的经营者，其效用函数中，在职消费，优裕的生活，经理帝国等等才是追求目标。经营者的收入不等于企业盈利，企业利润最大化不意味着经营者效用的最大化，正是这种不同的利益取向，使理论上存在经营者力利用手中权力侵犯所有者利益的可能性，也就是说由于委托代理关系的形成，天然地会产生所有者和经营者激励不相容的问题。

第二，市场环境存在不确定性，委托人与代理人之间存在严重的信息不对称现象，委托人难以准确判定代理人行为的努力与否，有无机会主义等。

经济主体的利己动机是普遍存在的，但只有当不确定性和信息的不对称性也存在时，这种动机才有可能行为化。这是因为，由于不确定性的存在，利润受到多种经营者不能控制的因素的影响，不能指明经营者实际选择的努力水平；而由于信息不对称性的存在，所有者不能直接观察并证明经营者实际选择的努力水平（即使可以，必须付出很高的成本）。换句话说，假如不存在不确定性和信息不对称性，则所有者可以利润水平为充分依据证明经营者的努力水平，可通过采取激励性和惩罚性措施来消除经营者的偷懒或采取机会主义行为的动机，代理问题也就不会产生。

第三，企业契约是不完备契约，契约本身的漏洞，使契约常常不具法律上的可执行性²，给代理人侵害委托人利益的行为提供了可乘之机。

契约理论认为，企业乃“一系列合约的联结”（nexus of contracts），企业是一个不完备契约。这就意味着，所有者和经营者在所有状态下的权力和责任并没有完全明确说明，举例来说，经营者有可能设法将企业的一部分资产低价转让给与其有关联的另一方，以从中获利，但是，如果初始合同中对此已有预期，并对是否允许出售明文规定，那么，经营者就很难凭借信息优势谋求自身利益了，代理问题也就不会产生。

一个完备的契约指的是这样一种契约，这种契约准确地描述了与交易有关的所有未来可能出现的状态，以及每种状况下契约各方的权力和责任。对比之下，

² 张维迎：“所有制、治理结构及委托—代理关系”，《经济研究》，1996年第9期，第5页。

如果一个契约不能准确地描述与交易有关的所有未来可能出现的状态以及每种状态下契约各方的权力和责任，它就是不完备契约。

不完备契约的存在可以用不确定性及由此导致的交易成本来解释。在一个不确定性的世界里，要在签约时预测到所有可能出现的状态几乎是不可能的；即使预测到，要准确地描述每种状态也是很困难的（甚至可能找不到描述某种状态的语言）；即使描述了，由于事后的信息不对称，当实际状态出现时，当事人也可能为什么是实际状态争论不休；即使当事人之间是信息对称的，法庭也可能不能证实；即使法庭能证实，执行起来也可能成本太高。所以，人们缔结的基本上都是不完备契约。

三、最优激励机制

所谓激励机制（incentive scheme），实际上就是有效解决企业委托代理关系中代理人的道德风险即偷懒问题，调动经营者积极性，激励经营者努力工作的制度性安排。一个效率高、可持续发展的成功企业，一般具有相互制衡的两种内在机制：激励机制和约束机制。激励机制是企业发展的动力所在，缺乏激励机制，经营者将丧失生产的积极性，企业效率必然低下；约束机制是企业发展的制动器，缺乏约束机制，企业行为会发生扭曲，难以稳定发展。

代理问题的要点就在于委托人如何设计一套激励机制，来促使代理人采取适当的行为，最大限度地增进委托人的利益，降低代理成本。

理论上认为，最优激励机制应该是能使“剩余索取权（residual claimancy）”和“剩余控制权（residual rights of control）”最大对应的机制，或者说“风险承担者”和“风险制造者”的最大对应³，即拥有剩余索取权和承担风险的人应当拥有剩余控制权；或者反之，拥有剩余控制权的人应当承担风险。“没有剩余控制权的索取权是被动、固定、空洞的索取权，没有剩余索取权的控制权是缺乏激励的控制权”⁴，“如果拥有控制权的人没有剩余索取权，或无法真正承担风险，他就不可能有积极性作出好的决策”⁵。

剩余索取权是相对于合同收益权而言的，指的是对企业收入在扣除所有固定合同支付（如原材料成本、固定工资、利息等）后的余额（“利润”）的要求权。企业的剩余索取者也即企业的风险承担者，因为剩余是不确定的、没有保证的，

³ 张维迎：“所有制、治理结构及委托—代理关系”，《经济研究》，1996年第9期，第7页。

⁴ 费方域：“控制内部人控制”，《经济研究》，1996年第6期，第32页。

⁵ 张维迎：“所有制、治理结构及委托—代理关系”，《经济研究》，1996年第9期，第7页。

在固定合同索取被支付之前，剩余索取者是什么也得不到的。剩余控制权指的是在契约中没有特别规定的活动的决策权。西方经济学家认为，企业的契约是不完备的，市场前景是不确定的，要使所有企业成员都得到固定的合同收入是不可能的，这就是剩余索取权的由来；契约可以规定所有企业成员都是剩余索取者（即剩余分享制），但不可能规定所有企业成员都是固定索取者。同样在契约不完备、市场前景不确定的前提下，当实际状态出现时，必须有人决定如何填补契约中存在的“漏洞”（包括解除对某些参与人的合同），这就是剩余控制权的由来。

剩余索取权和剩余控制权的对应，意味着应由委托人与代理人共同分享剩余。让代理人享有剩余索取权，一方面是由于代理人具有在位自然控制权，为了使他们对自己的行为负责，就得让他们承担一定的风险。另一方面，现代企业理论已证明，企业剩余索取权应授予企业中那些最重要的成员即相对重要的、最难监督的、最有私人信息优势的人⁶。在企业中，经营者行为自然是最重要的和最难监督的，他们做什么样的决策于企业是一件生死攸关的事，而他们是否在尽心尽责地为股东创利并不容易被观察。

理论还证明，代理人的工资、未来收益以及代理人的任期，对代理人道德风险程度具有很大的影响⁷。代理人工资水平越高，道德风险程度就越低；代理人未来收益的贴现率越高，即代理人越看重未来收益，则短期行为程度就越低，他就越没有动机从事道德风险；代理人任期越长，则其未来收益就越大，升迁的可能性也越大，代理人从事道德风险活动的成本就越高，他的短期行为程度也就越低。

所以，一套有效的激励机制，不仅要在委托代理双方间形成利益共享、风险共担，而且在激励结构上，要注重当期激励和长期激励的结合，以鼓励经营者更加关注企业的持续发展。这即是经营者股票股票的理论来源。

⁶ 张维迎：“所有制、治理结构及委托—代理关系”，《经济研究》，1996年第9期，第8页。

⁷ 闫伟：“国有企业经理道德风险程度的决定因素”，《经济研究》1999年第2期，第7页。

第二章 经营者股票期权的基本概念及国外实践

经营者股票期权由于能有效地解决委托人和代理人激励不相容的问题，并起到长期激励的效果，近 20 年来，它在西方国家得到了广泛的推广，股票期权行权收益在经营者总收入中的比重日益增加，已成为当今国际企业界报酬制度创新的一个重要发展趋势。

第一节 经营者股票期权的定义和激励功能

一、经营者股票期权的定义

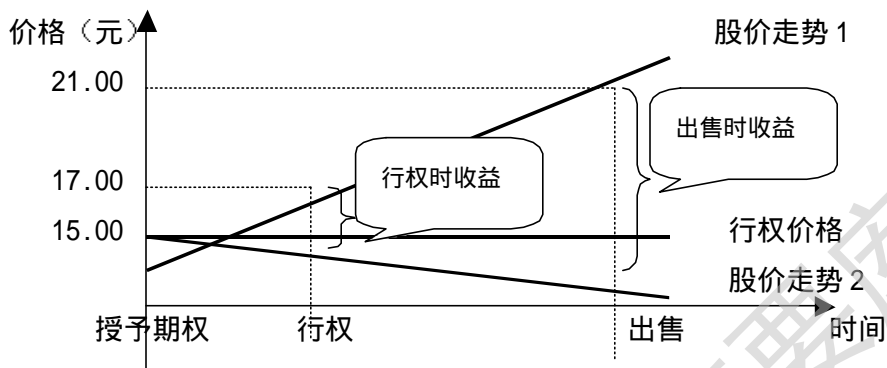
严格意义上的股票期权（Stock Option）是一种金融衍生工具，它指买卖双方按约定的价格在特定的时间买进或卖出一定数量的某种股票的权利。股票期权交易出现在本世纪 20 年代，标准的股票期权合约于 1973 年在芝加哥期权交易所挂牌交易⁸。

所谓经营者股票期权（Executive Stock Option，简称 ESO）则是将股票期权这一概念借用到企业管理中形成的一种制度，即授予经营者在约定的期限内（如 3-5 年）享有以某一预先确定的价格购买一定数量本企业股票的权利。这个购买的过程称为行权（exercise），购买价格称为行权价格（exercise price）。本文所提的“股票期权”，均是指这种意义上的股票期权。

ESO 主要包括四个基本要素：（1）授予对象，即股票期权的拥有者，一般是指公司的高级管理人员；（2）行权价格，通常不低于赠与日的公平市场价格；（3）执行期限，即行使股票期权的有效期；（4）授予数量。同时持有人的 ESO 是记名且不可转让的。

ESO 具有股价偏低时可以不履约，股价高涨时赢得的可能范围没有上限的性质。在行权前，持有人没有收益，行权时，如果股票的市场价格低于行权价格（如下图的“股价走势 2”），持有人将放弃行权；如果股票的市场价格高于行权价格（如下图的“股价走势 1”），持有人将行权并获得市场价和行权价价差带来的可观收益，即持有人收益=（市场价格-行权价格）×持股数量。从而将经营者的收益和企业市场价值的最大化联系起来。经营者股票期权的基本激励原理如下图所示：

⁸ 马广奇：“股票期权计划与公司激励机制建设”，《上市公司》，1999 年第 10 期。



图一 经营者股票期权激励原理

最早实行 ESO 的是美国泽菲尔 (Pfizer) 制药公司⁹。菲泽尔制药公司为了避免主管们的现金薪水被高额的所得税“吃掉”(当时个人所得累进边际税率高达 92%), 决定以股票期权的方式来支付高级管理人员的薪酬, 使主管们可以自主选择在未来某个较为有利的时期兑现其应得的收益, 于是该公司在 1952 年推出了世界第一个股票期权计划。近 20 年来, 西方国家以股票期权为主体的薪酬制度已经逐步取代了以基本工资和年度奖金为主体的传统薪酬制度, 据《财富》报道, 目前全球最大 500 家企业中已有 89% 的企业实施了高层经理人员股票期权计划。长期崇尚平等报酬的日本企业也开始效仿美国企业的经验, 包括索尼、日本电气等著名企业在内的 160 家上市公司已纷纷引入期权激励制度^⑩。

二、经营者股票期权的激励功能

经营者股票期权是一种旨在解决现代企业代理问题、收益和风险相对应的长期激励计划。和其他激励手段相比, 经营者股票期权具有自己独特的激励功能:

1、降低代理成本

现代企业中, 所有者注重的是企业价值最大化和企业的持续发展, 而经营者作为代理人, 则更关心自己的利益, 如收入和奖金, 在职消费, 优裕的生活等。因为行为目标不一致, 所有者必须通过足够的激励和监督, 来保证经营者不会损害所有者利益。在传统体制下, 这种代理成本是十分昂贵的。而在经营者股票期

⁹ 郭道锋、武江: “股票期权制——让你和企业利益紧密相连”, 《世界知识》, 2000 年第 22 期。

^⑩ 叶克林: “企业家期权激励的国际经验”, 《经济学消息报》, 2001 年 2 月 16 日。

权制度下，通过授予期权，使经营者拥有一定的剩余索取权并承担相应的风险，使经营者的目标函数和行为选择与企业的长期发展目标相一致，实现企业价值最大化，进而使企业价值最大化和企业持续发展成为所有者和经营者的共同目标，构造出所有者与经营者的共同利益，从而能用较少的激励支出换取代理成本更大的节约。

2、抑制短期行为

传统上，经营者从企业获得的报酬一般由合同薪水、奖金、利润分成等部分组成，这种形式的激励主要和企业年度经营业绩挂钩。这很容易导致经营者的短期行为。经营者出于个人利益的考虑，为了多获得报酬，在任期内可能倾向于放弃那些短期内会给企业带来不利影响但有利于企业长期发展的计划，从而给所有者造成利益损失。

理论上言，经营者未来收益的预期越高，则经营者的短期行为程度就越低，他就越没有动机从事道德风险活动，实现激励相容的成本就越低。

经营者股票期权赋予经营者的正是一种未来收益，该收益和企业的未来价值挂钩，企业未来价值越大，经营者未来收益也就越大，这就促使经营者兼顾企业短期和长期目标，将注意力放到主营业务上，着力于提高企业的未来价值，自觉减少短期行为。另外，经营者股票期权作为一种长期动态的奖惩制度，将部分奖励延期实现，经营者在卸任后一段时间仍可能因为自己所做的贡献而得到回报，这可以进一步弱化经营决策的短期化。

3、低成本吸引、激励并稳定人才

优秀的经营者是社会最稀缺的资源之一，委托人要使用这一资源必须支付一定的成本。以工资和年度奖金为主的现金报酬激励，通常使企业人力资源管理陷入某种两难的境地：一方面，在选拔经营者时，潜在的优秀人才与平庸人才不易明确区分，如果直接给予高额工资与奖金，不但对企业是一笔不小费用，且会造成庸才积淀。另一方面，现金报酬难以和企业经营业绩挂钩，经营者的贡献得不到充分的补偿，优秀人才往往会流失。

相比之下，股票期权激励方式避免了现金报酬激励的弊端。由于企业支付给经营者的仅仅是一个期权，将未来预期财富以期权的方式转移到经营者手中，在期权执行过程中企业始终没有现金流出，而且随经营者期权的行使，企业的资本金会相应增加，达到低成本使用人才的目的。同时，股票期权是以股权为纽带，

经营者通过分享剩余，在追求企业价值最大化过程中同时也实现了自身利益的最大化。股票期权还往往通过附加条款的设计，联结经理人与公司的关系，如规定股票期权授予一年之后方可行使，并且在未来期权持续期内，按匀速或加速分期分批行使。这样，经营者若在期权持续期内离开公司，将丧失部分尚未行使的剩余期权，这无疑加大了经营者离职的机会成本，因而成为稳定与约束经营者的“金手铐”。

第二节 美国的经营者股票期权制度

一、经营者股票期权在美国的发展

美国是最早实行经营者股票期权的国家，其股票期权制度的发展也最为迅速，具体体现在，一方面，股票期权已为美国公司普遍采用，另一方面，股票期权收益在经营者薪酬中的比重不断增加。

纵观美国高科技产业发展过程不难发现，有两点不可缺少的因素：一是风险投资，另一个就是股票期权。如果说风险投资和人才是高科技企业成长必需的外部条件，那股票期权就是促进高科技不断发展不可缺少的内在动力。据初步统计，几乎百分之百的高科技公司，百分之九十以上的上市公司都有股票期权计划。1999年，硅谷的767名老板将总共23亿美元揣回了家，比1998年上升了70%。这些老板的巨额收入有76%是靠行使他们的股票期权，这一比例比1998年上升了89%之多，而与股票期权相比，他们的同期工资仅上升5%，奖金上升56%，其它如保险和退休福利则上升55%¹⁰。

TowersHerrin 咨询公司和沃顿商学院的合作研究结果显示，全美最大500家上市公司中有78%的企业，对企业家实行了股票期权报酬制度¹¹。

根据 Black—Scholes 期权定价模型（简称 B—S 模型）计算，1998 年美国最大 100 家企业高层经理人员的薪酬收入中，高达 53.3% 来自股票期权，1994 年才 26%，80 年代中期仅有 2%¹²。另据《福布斯》杂志每年 5 月对美国 800 家上市公司的调查结果显示，在企业家的薪酬结构中，股票期权收益的中位数从 1985 年的 4947 美元上升到 1997 年的 88 万美元，增长了 178 倍，而同期的规定工资和奖金的中

¹⁰ “硅谷出产‘富翁’”，《中华工商时报》，2000年8月2日。

¹¹ 叶克林：“企业家期权激励的国际经验”，《经济学消息报》，2001年2月16日。

¹² 长江证券研究所高科技企业内部激励机制课题组：“激励股票期权的理论与应用”，长江证券网。

位数仅从 73 万美元上升到 122 万美元，增长不到一倍¹³。

二、美国经营者股票期权介绍

1、ESO 的类型

根据美国“国内税务法则”(Internal Revenue Code)，ESO 可分为两类：激励型期权(Incentive Stock Option, 简称 ISO)和非法定股票期权(Nonstatutory Stock Option)，其中 ISO 最为普遍。两者之间的主要区别是 ISO 可以享有符合规定的税收优惠。

ISO 必须符合税务法则第 422 条的规定：(1) 期权只能授予本公司雇员，并且这些期权只能用于购买本公司或者母公司、子公司的股票。(2) 期权授予必须遵守经股东认可的成文文件；(3) 在经采纳或经股东批准后，期权必须在 10 年内授出，且在授予后的 10 年以内执行；(4) 期权的执行价格必须等于或者高于授予时的公平市场价格，如果是不公开交易的股票，其价格应以合理的方式确认；(5) 在授予时，雇员不能持有公司 10%以上股份，除非期权价格被确定在公平市场价格 110%以上，或在授予后 5 年以内不能执行。

公司实施 ISO 必须满足如下条件：(1) ISO 的赠与计划是一个成文的计划，在该计划实施前 12 个月或之后 12 个月内，必须得到股东大会的批准。(2) ISO 计划实行 10 年后，自动结束；若继续执行，需再次得到股东大会批准。ISO 计划的开始日期以实行日或股东大会通过日两者中较早者为准。(3) 从股票赠与日开始的 10 年内，ISO 有效。反之，超过此限者失效，任何人不得行权。(4) ISO 不可转让，通过遗嘱转让给继承人除外。(5) 在 ISO 赠与日，凡持有公司 10%以上的有表决权的股票者，不得参加 ISO 计划，但经股东大会批准除外。

此外，以下两种情况会将 ISO 转为非法定股票期权：(1) 如果股票期权是立即可以全部行权的，赠与日股票期权所指向的股票的市值(通常是赠与日前一个交易日的收盘价或赠与日当日的最高市价与最低市价的平均价)累计超过 10 万美元，则超出部分的股票期权被视为非法定股票期权。(2) 如果股票期权需要在等待授予期结束后方可行权，在行权的价值(股票期权与行权价的积)累计超过 10 万美元时，超出部分的股票期权同样被视为非法定股票期权。

2、ESO 的赠与对象

¹³ 叶克林：“企业家期权激励的国际经验”，《经济学消息报》，2001 年 2 月 16 日。

ES0 激励的重点主要是公司的董事和经理等高级管理人员,因为他们掌握了公司的日常经营决策权力,构成公司兴衰成败的中坚力量。不过,近年来,ES0 覆盖的范围越来越广,公司的一般员工也纳入了该范畴,甚至包括外部董事、母公司、子公司及海外附属公司的员工。如 INTEL 公司 1997 年修订了“股票期权方案”,将期权计划从董事及经理人员延伸到了全球的所有雇员。这是 ES0 的发展趋势之一。

据统计,美国实行股票期权的企业中,有 7%针对核心层(董事长和首席执行官),22%针对顶尖管理层,针对所有员工的仅有 3%¹⁴。

公司高级管理人员或普通员工一般在以下三种情形下获得 ES0:一是受聘时,二是升职时,三是每年一次的业绩评定时。其中,前两种情形获赠的较为常见,后一种情况较为少见。

3、ES0 的价值和授予数量

一般来说,ES0 是无偿赠与的,换言之,股票期权没有期权费。但也有公司要求经理人员在取得 ES0 时要支付一定的期权费,因为期权本身是一种选择权,一旦公司股价低于执行价格,期权持有者会放弃执行,使期权的激励作用大打折扣,而支付一定的期权费可增加经理人偷懒的机会成本,加强股票期权的约束力。

对 ES0 价值的评估直接决定了授予数量的多寡。当忽略期权执行价格的贴现值时,期权的内在价格相当于执行价格与股票市价之间的差值,若运用 B—S 模型可更为精确地计算出 ES0 的价值。如克莱斯勒公司的 ES0 计划对每个经理人员的 ES0 数量是由 B—S 模型计算出 ES0 的价值连同该经理所授予的“绩效股权”的价值之和等于同类公司同等职位的预测的长期报酬的 75%¹⁵。

ES0 的授予数量多由薪酬委员会决定。一般在年度之初,薪酬委员会制定出年度经营业绩考核目标,并在参照同行或竞争对手一般标准的基础上制定相应的 ES0 授予数量与价格。在年度结束时,薪酬委员会根据被授予对象是否实现预算目标及实现程度的大小,最终确定 ES0 的授予数量。股票期权的赠与额度多无下限。

4、ES0 的执行价格

即行权价格。根据美国国内税法规定:(1) ES0 行权价格不得低于股票期权赠与日的公平市场价格。公平市场价格可以是赠与日最高市场价和最低市场价格

¹⁴ 吴叔平、虞俊健:《股权激励——企业长期激励制度研究与实践》,上海远东出版社,第 86 页。

¹⁵ 赵晶、刘毅:“建立我国股票期权激励机制的探讨”,《投资研究》,2000 年第 2 期,第 33 页。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库